

財投改革と円借款(1)

竹 原 憲 雄

目次

はじめに

1. 2001年度財投改革の構図と評価

(1) 改革論議と改革理念

(2) 財投改革の概要

(3) 財投改革の評価 (以上 本号)

2. 財投と円借款の新展開

3. 円借款活動と財投改革の意義

はじめに

この小稿は、国際協力銀行（JBIC）円借款（経済協力勘定）にとっての2001年度財政投融资改革の影響・意義を見定めようとするものである。

この課題を通して、第1のねらいは円借款という市場メカニズムになじまない典型的な財投領域における財投改革の実態を明らかにすることである。2001年度改革は周知のように、財投システムを分断し市場原理にたった特徴的な財投改革であった¹⁾。そのために新たな財投は郵貯・年金の資金運用部預託を廃止し、資金運用部に代わる財政融資資金特別会計からの純イールド貸付けとともに、新たに財投債・財投機関債による資金調達を始めた。同時

1) この特徴については、田中信孝「財投制度改革と『市場原理』による規律づけの問題(1)」、『八戸大学紀要』第27号参照。

キーワード：財政投融资改革，市場原理，政策コスト分析，財投機関債，財投債

に財投「出口」の特殊法人等に対するコスト分析によって、財政規律と市場に向けた事業見通し、借入金の償還可能性等の情報開示をはかった。

一方JBICの円借款はカントリーリスクを抱えた償還確実性にとつての例外であつて、財投機関債による資金調達についてもその対象外とされてきた。とすると、財投改革による市場原理・財投規律は円借款にどのように反映し、何をもたらしたのか。これが小稿の第1の論点である。

この論点に関連するが、小稿の第2のねらいは、JBIC円借款というミクロからみた2001年度財投改革というマクロの評価を試みることである。このミクロからのマクロ評価は地方債などにみられるが²⁾、マクロ分析の成果と対照的にきわめて部分的断片的である。しかもしばしば指摘されるように財投改革のマクロ評価が分かれる現状からすると、その是非を確認するためにもミクロ分析を加えた総体評価が必要になってくるのである。

小稿の第3の論点はJBIC円借款にとつて財投改革の意義と同時に、それを通したJBIC・円借款のあり方を問うことである。それはまた、2005年における政府金融機関改革の再開（01年6月の「特殊法人等改革推進法」が05年度までに国の責任として、特殊法人・認可法人の見直しを規定）、08年度にJBIC円借款と国際協力機構との統合、新機関の設立が検討されていることからすると³⁾、円借款にとつての財投改革の意義は「新機関」の是非を見定めることにも関わってくる。そしてこの「新機関」の健全性は、国債消化が財政の健全性に規定されるように、財投機関債・財投債の市場消化、ことに7年間の経過措置後の両債券の市場消化を規定して、財投改革の行方を評価する指標を提供することになるのである。

以下では、まず2001年度財投改革の構図を素描して、改革の評価を試みる。ここでは改革後の財投分析の成果と最近のレポート等によりながら、改革の実態を解析した。次にこの改革像をふまえて、新たな財投及びJBIC・円借

2) 最近の研究としては、田中信孝「財投制度改革と地方債の問題」、『八戸大学紀要』第29号がある。

3) 2004年9月6日の「東京新聞」及び「中日新聞」

款の展開過程を明らかにし、さらにはこれを通して円借款活動にとっての財投改革の意義を整理して、円借款のあり方を展望した。

こうした課題の検討は、円借款の再考がいわれるなかにあって、これまで等閑視されてきた財政基盤の地殻変動の分析、さらには援助財政にとっても必要な取り組みと考えられるのである。

1. 2001年度財投改革の構図と評価

(1) 改革論議と改革理念

①財投改革論議の展開

バブル崩壊後の日本経済の長期低迷と財政危機・金融不安の高進は財投の矛盾を拡大して、財投批判と2001年度改革への流れを推し進めていった。民間の不良債権問題の一方で、貸し渋り対策としても公的金融は膨張して、特殊法人等の肥大化が指摘されたが、財投機関はまた低金利下での逆ザヤ運用あるいは不用資金を増大させた。1995年度住宅公庫融資等の未消化は10兆円以上に達して、同時に繰上げ返済も集中した。加えて、国有林野特会あるいは本四架橋公団等の債務超過・不良債権化とともに、政府出資や補給金負担は将来見通しも不確かなままさらに膨張して、一般財政危機を増進させることになった。この「政府の失敗」に対する消費税増税論議、橋本行革（省庁再編，財政再建）は特殊法人再編，財投改革を強力に促した。さらに日本版ビッグバンの推進もまた大規模化した郵貯の改革論議を通して、財投改革への側圧を加えた。こうした90年代財政危機に伴う行革・特殊法人改革と金融改革のなかで、財投改革は提起されていったのである。

そこで財投改革論議の流れをみると、それは財政金融危機が高進した97年以降に本格化していった。

90年代後半になると、橋本「6大改革」推進の一環として、96年11月には21世紀の行政機構のあり方を検討する「行政改革会議」が設置され、省庁再編と並行して財投改革の検討を進めた。さらにそれと前後して経済界をはじめ具体的な改革が続出した。96年7月には経済同友会が「公的金融・財投の

改革に向けて」(ディスクロージャーの充実, 民主的チェック, 市場メカニズムによる効率化)を, 97年5月に経団連が「財投改革の基本方針」(財投の入口・中間・出口の分断)を公表した。この先行する民間提案に続いて, 97年9月先の行革会議は「中間報告」を明らかにした。そこでは, 官民分担の徹底による現業縮小等の行革理念を体現するかたちで, 郵政三事業について, 郵政は国営, 郵貯を旧郵政省の外局移行後民営化, 簡保を省庁再編とともに民営化するとし, 郵貯・簡保の資金運用部預託を廃止するとした。これは資金運用審議会での財投改革論議に影響を与えることになったが, 連合はこの中間報告に反発し, エコノミストからも郵貯改革と財投改革との一体化及び政府金融機関等財投改革論議を先行すべきといった批判がみられた⁴⁾。

こうした動きを通して, 財投の「入口」・「中間」・「出口」に関わる改革の輪郭が次第に明らかにされていったが, 主要な議論・提案を整理してみると, 第1に, 97年11月17日の自民党行政改革推進本部「財投投融资の改革について」は, 財投改革の枠組みを示して, その後の「改革の方向を決定づけることになった」⁵⁾。そこでは財投の出口改革を注視して全特殊法人の財務諸表等の分析をもとに, 財投のスリム化を基調にして, 市場原理との調和, 財投事業の効率化のための構造的な問題点(資金運用部預託制度による財投の肥大化, 資金運用部預託金利の市場金利非連動, 不十分な政策コスト分析に伴う後年度国民負担の増大等)を指摘した⁶⁾。また安易な債券発行を防ぐために, 債務超過が一定規模を超えた機関の債券発行禁止, 政保債・財投債・財投機関債の発行と同時に, 「財投機関債発行法人等の破産・整理法」の制定を打ち出した。郵貯については日本版ビッグバンがスタートする01年4月での完全自主運用を明記した。簡保も同じく完全自主運用とする一方で, 地方団体に対しては郵貯・簡保の直接融資を容認するなど, 財投の主要な改革点を網

4) 植草一秀談, 「日経金融新聞」1997年9月4日

5) 田中信孝掲掲「財投制度改革と『市場原理』による規律づけの問題(1)」4ページ。

6) 塩崎恭久「財投事業に対するチェックが改革の基本理念」, 『金融財政事情』2000年1月3日, 60-61ページ。

羅的に提示した。

第2に、97年11月27日の資金運用審議会懇談会の「最終答申」は財投改革の基本理念・方向をふまえたうえで、さらに体系的具体的な改革案を明示した。当初の財投スリム化、財政負担の軽減の方針（「中間報告」）を豊富化するかたちで、政策コスト分析（アメリカ信用改革法の分析手法の導入）、市場原理との調和（資金調達・貸付け金利の連動）、資金調達のあり方（預託義務の廃止、市場原理による能動的資金調達と財政規律の強化）、郵貯・年金積立金の自主運用（郵貯経営・年金財政の健全性確保）、さらに財投の持続的改革の方向（必要な財投機能にそった継続的な見直し、特殊法人等の規律及び業績分析によるアカウンタビリティの確保）として、将来展望までも提示した。

第3に、97年12月3日行政改革会議は「最終報告」を決定して、財投の「入口」改革を中心に先の自民党改革案の方向をオーソライズすることになった。これに先立つ「財政構造改革法」（同11月28日）では明らかな財投改革の指針を示すことはなかったが、「最終報告」では郵政三事業のあり方について、国営一本化、03年度公社化を明記した。先の「中間報告」にあった民営化は否定した。郵貯への国家補償の有無は曖昧なままであったが、族議員・労組・旧郵政省の反発に配慮して、与党行革協議会で合意した「民営化等の見直しは行わない」とする項目を盛り込んだ。

その一方では、郵貯・年金積立金の預託廃止と自主運用は堅持した。この預託廃止・自主運用が財投改革の基点として位置づけられたためであった⁷⁾。もっとも資金運用の安全性・確実性から旧郵政省が財投機関債・財投債・国債等中心の自主運用を意図したことからすると、財投のスリム化・市場原理

7) 第141回国会の参議院の行財政改革・税制等に関する特別委員会において、当時の橋本首相は「私は、一番大事なことは資金運用部への預託をストップする、これが財政投融资改革さらに特殊法人の改革というものにつながっていく、一方ではこれが自主運用によって国庫に迷惑をかけない形で取り扱われる、ここが一番大事なことなのではないでしょうか」と答弁して、財投改革のポイントを示唆した（同会議録、12号、平成9年11月21日）。

と対立するものではあったが、郵政公社化や資金運用部への預託廃止については、経済界をはじめ支持する評価が与えられた⁸⁾。財投改革はこの「最終報告」が明記した省庁再編の一環として立法化され、新たなしくみが構築されることになった。

第4点として、こうした財投改革の動きを容認する方向で、郵貯・年金の預託側での改革論議も99年以降明示的に展開した。

まず、99年6月郵貯・簡保資金運用研究会（旧郵政大臣の諮問機関）の「中間報告」は郵貯自主運用の意義（市場金利による効率的事業経営）を強調するとともに、自主運用計画の策定（地方債計画、財投計画との調整及び第三者機関＝郵政審議会資金運用委員会の意見聴取）にも言及した。もっとも株式への直接投資を含む運用自由化については、政府サイドの“財政重視派”と民間サイドの“市場重視派”との確執から明記部分を削除され⁹⁾、郵貯の安全性・公共性重視にたって、国債・財投債等の公債への運用方針を示した。それだけ財投事業膨張の懸念を残すことになったが、債券運用や金利変動に伴う損失に対しては、準備金制度創設の必要を訴えた。

ここでの債券運用比率等具体的な運用基準の決定は「最終報告」に譲ったが、2000年6月の「最終報告」では焦点の株式委託運用を容認すると同時に、リスク管理の重要性を指摘した。そのために資金運用の基本方針として、ポートフォリオ管理（リスク節減）や運用の安全性・確実性等を提言した。また売買資産については時価会計、満期保有資産については従来通りの簿価評価による情報公開を求めたりした¹⁰⁾。

なお郵政三事業の経営形態については先の公社化から、周知のように02年9月「郵政三事業の在り方について考える懇談会」（総理の私的懇談会）での民営化方針に転換して、具体的な民営化形態が例示されたりした。その後民営化法案では2017年の完全民営化を目論んではいるものの、その行方は未

8) 「日本経済新聞」1997年12月4日。

9) 「読売新聞」1999年6月5日。

10) 「日本経済新聞」2000年6月10日。

だ不鮮明であり、民営化の根拠についても不確かなままに置かれている。

次に年金運用については、97年9月年金自主運用検討会（旧厚相の研究会）の「報告書」が126兆円の積立金について資金運用部預託から自主運用への移行を提言した。それによって、運用の選択肢の拡大と効率化を進めるとともに、バブル後の運用利回りの低下に対応することで、年金加入者の利益増をはかるとした。この運用先については、財投機関債の購入の方針も示した（当初6－7兆円）。さらに運用責任体制の明確化と情報公開の徹底をあげた。具体的には運用委員会（運用方針についての意見表明）と運用管理機関（＝「投資委員会」、運用状況のチェック、運用機関の選定、資産配分比率の決定等）の新設による二重の監視システムが示された¹¹⁾。この「投資委員会」については年金福祉事業団の受け皿機関化への懸念が指摘されたりしたが、この「報告書」をもとに、資金運用審議会は、同9月26日から公的年金の自主運用の検討を進めた。年金自主運用はさらに同懇談会の「最終答申」（97年11月）としても結実した。

また年金自主運用は公的年金改革とも連動して、99年3月の「年金制度改革案大綱」は、自主運用の実施を提言すると同時に、「年金資金運用基金」（民間委託、自家運用により年金資金の管理・運用）の設立にも言及して、新たな年金積立金の運用体制の方向が示されたのである。

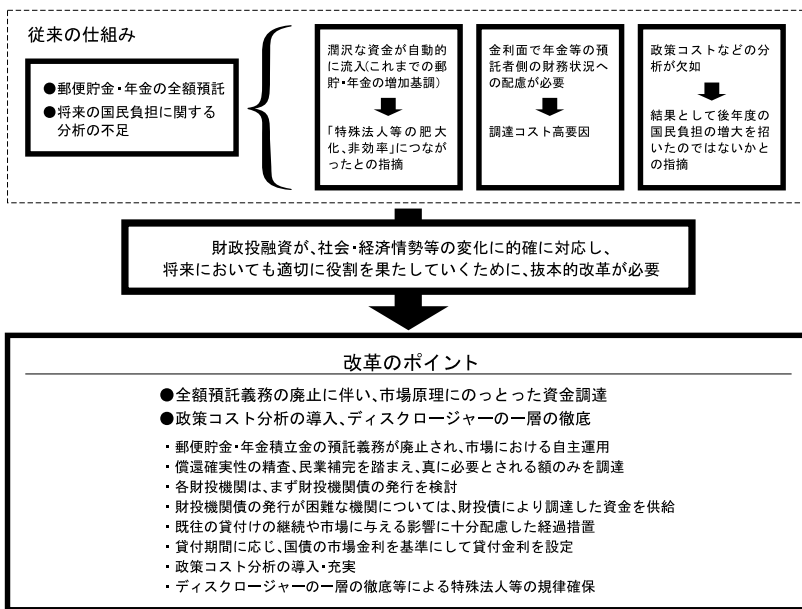
②2001年度改革の基本理念

こうした改革論議を通してみると、2001年度財投改革を支持したのは「入口」改革にみる市場原理主義であり、財政危機をまえにした新自由主義的な小さな政府論であった。その裏には当然に財政運営に対する政治不信及び制度不満があったことはいうまでもない。

図1が旧制度を解説するように、従来制度では財投制御は不可能であって、「入口」の有償資金の膨張が中間の預託増となって、「出口」の特殊法人の肥大化、不要事業の拡大をもたらす。それがコスト精査の不備とともに、利子

11) 「日本経済新聞」1997年9月2日。

図1 財政投融资改革のポイント



(資料) 財務省『財政投融资リポート、2001』

補給金等の一般財政負担増となって、財政危機を増進させる。加えて、政策的な金利体系が財政負担を増大させ、それが財投の不透明な体質とともに増幅される。

このように財投改革には「預託金増加責任論」といわれる制度認識が起点となっていた。「中間」(旧資金運用部)改革の重大性を強調した先の橋本首相の発言は、こうした制度不信を端的に代弁したものであった。

そのために2001年改革は二重の基本理念を設定したが、その1つは市場原理主義による財投ガバナンスであった。その基本は図1が「改革のポイント」として第1にあげる預託義務の廃止であり、市場原理による資金調達である。

この資金調達については、すでにみた自民党行革本部あるいは行革会議が強調したところであり、旧大蔵省もまた「財政投融资制度の抜本的改革案(骨子)」(99年12月9日)において能動的資金調達による財投と市場原理の

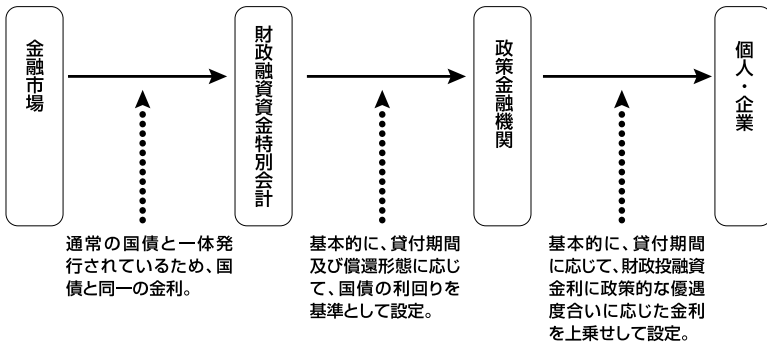
調和を図るとして、金融市場からの資金調達を特殊法人改革の促進手段として位置づけた。

また特殊法人改革の視点からは、先述の資金運用審議会懇談会「財政投融資の抜本改革について」が、「改革の基本理念と方向」をあげて整理するなかで、財投対象分野・事業を徹底する手段として「資金調達」の見直しを指摘した。そこでは、i) 能動的資金調達を財投をスリム化するなかで行う、ii) 市場原理と調和した財投運営のために、債券を完全な市場条件で発行して、最も効率的に資金調達する、とした。

図1はこうした改革案を集約して、さらに具体的な改革を6点列挙している。同じ『財政投融資レポート』の言及をも加えてみると、i) 郵貯・年金の預託廃止と市場における自主運用、それに伴う運用の安全性・効率性のルールが必要、例外的には地方団体に対する直接融資、ii) 調達資金の償還確実性の精査等をふまえた市場からの能動的な資金調達、iii) 財投機関債の公募発行、それを通じた特殊法人等に対する市場評価と業務の運営効率化へのインセンティブの促進、市場原理を象徴するものとして、特殊法人が最大の努力を払うべき資金の自己調達手段、iv) 財投債は政策コスト分析、償還確実性の精査、特殊法人等の業務の見直し等を前提に、市場からの十分な資金調達が困難な財投機関に対する補完的・例外的資金調達手段、V) 例外的に市場原理の適用を調整するための経過措置（財投債消化等）、VI) 図2の「金利設定の仕組み」が示すように、純イールドの国債市場金利を適用した貸付け金利を設定する。また国債市場金利と同一の資金調達金利を通して、財投と市場原理との調和を図る。こうした市場原理による制御システムが新たな財投機構の骨格を構築することになったのである。

またいま1つの改革理念は、コスト評価による財投効率化である。図1はまた改革ポイントとして、政策コスト分析の導入及びディスクロージャーの徹底をあげている。この政策コストは個別財投事業に対する補助金等の将来的な投入総額の割引現在価値であるが、先述のように資金運用審議会懇談会報告はこのコスト分析を、「改革の基本理念と方向」のなかで財投対象分野・

図2 金利設定の仕組み



（資料）財務省『財政投融資リポート、2004』

事業見直しについての重要ポイントとした。また政策コスト分析は財投について財政規律チェックを促すとともに、財投対象事業の償還確実性、コスト・ベネフィット比較を可能にするとした。そして政策コスト分析を財投改革の主眼として、それに伴う一般財政負担の節約、財投事業の合理化インセンティブを指摘した。

同じく旧大蔵省の「財政投融資制度の抜本的改革案（骨子）」は、政策コスト分析を活用することで、民業補完、償還確実性等にたった財投分野・事業の見直し、さらには肥大化する財投の抑制を勧めた。このように政策コストの分析・ディスクロージャーを財政の健全性確保、また特殊法人等の財政規律向上の手段とした。

さらには、財投改革を始動させた「行政改革大綱」（2000年12月1日閣議決定）も、政策コスト分析については特殊法人の事業・組織の見直しのための財政負担、財投の縮減・合理化手段とした。それにそって平成13年度の財投計画では政策コスト分析及び償還確実性等の精査を通して、財投の抑制・重点化方針を設定した。

こうした政策コスト分析による財政規律、負担軽減の考え方は、図1のようにこれまでの制度批判（政策コスト分析の欠如による国民負担増）をふま

えて、2001年度財投改革の主要ポイントに位置づけられた。政策コストの精査・開示は財政負担の軽減と財投コストに見合った事業効率化へのインセンティブを与え、その一方で債務償還の確実性を通して資金調達を制約することからすると、政策コストの評価はまた先の市場原理によるガバナンス効果を担保することになったのである。

このように2001年度財投改革は1973年度改革の議会統制理念と比較しても、対照的特長的な基本理念にたつものであった。それは同時に政策的な資源配分との対立を内在させて、現実の運用については経過措置等の政治的な統制理念を保持せざるをえなくなったが、ことに政策コスト分析の導入はこれまでにない財投改革理念の深まりを示すものであった。加えて財投の入口・中間・出口の分断改革という特異な改革方法論にたって、新たな財投システムは省庁再編を嚆矢に形成されていったのである。

(2) 財投改革の概要

①新たな骨格の形成

財投改革に向けた立法化の過程は、「中央省庁等改革基本法」(98年6月9日成立)によって始まった。そこでは「財務省の編成方針」のなかで、財投制度を抜本的に改革して、郵貯・年金積立金の資金運用部預託を廃止し、資金調達は市場原理に則った「新たな機能にふさわしい仕組みを構築する」と規定した(同法第20条第2項)。また「現業の改革」のうち郵政事業について事業形態を郵政公社とし、郵貯の資金運用部預託は廃止して、全部を自主運用することについて必要な措置を講ずる(同法第33条第2項)、とした。

このように「入口」改革を行財政改革の一環として先行したことからすると、2001年度財投改革は前述のように「預託金増加責任論」にたって、郵貯を日本版ビッグバンの阻害要因とし、財投の政策コストを財政危機あるいは「隠れ借金」構造の支持要因としたのであるが、財投改革はことに財政再建ファクターとしての性格をもつものであった。

これをふまえて、具体的な「入口」改革を進めるために「国民年金法」等

の改正と「年金資金運用基金法」を同時公布（2000年3月3日）した。また「郵便貯金法」等の改正（同年5月24日）によって、郵貯・年金の預託廃止・自主運用を規定した。これによって戦後財投を支持してきた資金運用部の政府資金統一運用は制度上終焉した。

次に、この郵貯法改正と同期日に、「中間」機構の改革が実施された。「資金運用部資金法」を改正して、以下の点を規定した。

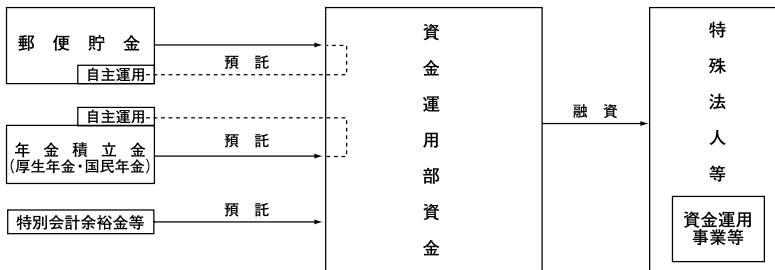
i) 資金運用部にかえて「財政融資資金」を設置して、政府特別会計の積立金等、財政融資資金特別会計の繰入金等を統合管理し、国・地方団体、特別法人等への有利・確実運用をする（財政融資資金法第1条）。ii) 郵貯・年金積立金の運用部預託を廃止する（同上第5条）。iii) 財政融資資金預託には純イールドで国債利回りに即して利率を決定する（同上第7条第3項）。iv) 財政融資資金特別会計から国会議決の限度額で公債（財投債）を発行する（財政融資資金特別会計法第11条）。v) 公債収入は財政融資資金に繰入れる（同上第14条）。vi) 財政融資資金の5年以上の長期運用については、現行同様国会の議決を必要とする（財政融資資金の長期運用に対する特別措置に関する法律第2条）。vii) 国会議決は郵貯会計、簡保会計の積立金の地方団体貸付けにも適用する（同上第2条第2項）。viii) 経過措置として、郵貯資金、年金積立金の廃止に際して、資金運用部の既往貸付けの継続に関わる資金繰り及び市場への影響を配慮して必要な措置を行う（資金運用部資金法等の一部を改正する法律、附則第4条）。

こうした立法措置によって、財政融資資金の設置、財投債の発行を規定することで、戦後財投は図3のように新たなシステムに移行した。また財投原資は市場調達を原則としながら、経過的な激変緩和措置を並置した。この経過措置は99年12月の旧大蔵・郵政・厚生 の3省合意をふまえたものであるが、主な合意内容は、財投債の流通を減らして金利上昇を抑えるために、財投債発行の半分以上を郵貯・年金で引き受けるとするものであった¹²⁾。

12) 「日本経済新聞」1999年12月23日。

図3 新たな財政投融资の仕組み

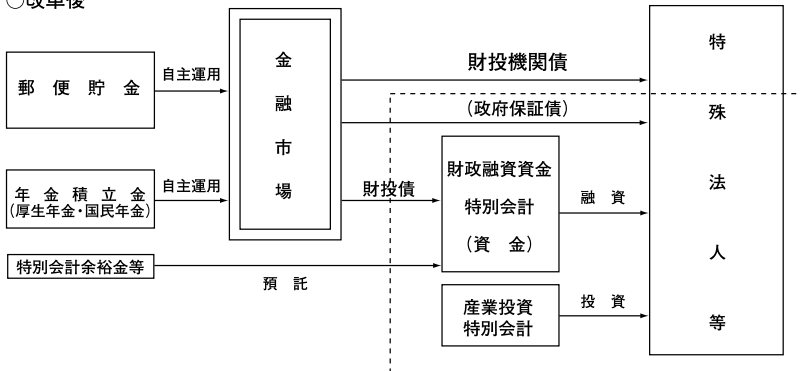
○改革前



(注) 改革前の財政投融资の原資には、上記の資金運用部資金のほか、簡保資金、産業投資特別会計、政府保証債がある。



○改革後



(注) 財政投融资には、上記のほか、郵便貯金資金及び簡保積立金の地方公共団体への貸付けがある。

(資料) 財務省『財政投融资リポート、2001』

さらに、財投の「出口」改革については財投機関債の運用を眼目とした。それによって特殊法人改革を進め、側圧として政策コスト評価を活用するというのが基本構図であった。財投機関債は先述の中央省庁等改革基本法が規定した市場原理による資金調達の中核を成すものであった。財投機関債の発行そのものは各財投機関設置法の債券発行規程によるが、実質的には、前述の「行政改革大綱」が示した財投見直しのための財投機関債発行機関の拡充

(→債券の市場評価を通じた業務効率化インセンティブの強化→特殊法人改革) 条項が発行圧力を加えた。

こうした一連の立法措置を後ろ盾に、まず「入口」改革を固めて、市場原理を紐帯に「出口」改革と連携し、いわば兵糧攻めのかたちで「中間」改革を追い込んで、財投改革を断行するという分割三段階攻略の手法がとられた。そのために2001年度改革はこれまでにない大掛かりな仕掛けとなった。

②郵貯・年金の預託廃止と自主運用

そこで主要な改革を整理すると、第1に、郵貯・年金積立金の資金運用部預託と簡保の財投協力も廃止されて、財投原資は財政融資資金（財投債活用）、産投会計出資及び政保債・政保借入金（新たに政保外債発行）の3資金となった（図3）。

郵貯・年金・簡保は自主運用となって、郵貯の運用額については当初7年間（預託期間）、資金運用部償還分（毎年30兆円）と新規資金及び金融自由化対策資金（資金運用事業）の残高に限定された。自主運用としては部分的な資金運用事業の全面化であったが、預託廃止からすると異質なシステムへの転換であった。

自主運用利率は長期国債金利に直結された。これまでの0.2%上乗せ金利は削除され、この「補助金交付」が削られることで¹³⁾、自主運用収益は収縮することになった。同時に87年以降の預託金利の自由化の流れからすると、この上乗せ金利の削減は、これまでの市場金利連動システムの不合理・不完全さを排除するものでもあった。

さらに、郵貯・年金は「運用方針」として、新たに基本的なポートフォリオを示した¹⁴⁾。郵貯は簡保同様債券中心（国内債券80%）の運用を継続したが、年金資金は長期の運用収益を期待して、国内債券離れを進めた（国内債

13) 跡田直澄編著『財政投融资制度の改革と公債市場』税務経理協会、2003年、141ページ。

14) 郵政省「平成13年度における郵便貯金資金運用計画」、年金資金運用基金「平成13年度資金運用事業の状況」。

券2000年度末92%→01年度68%)。また郵貯は金利変動時に大量の国債売買を禁止されていないために、長期金利や市場流動性の不安定化の可能性を引き継ぐことになった¹⁵⁾。同時に郵貯は国内株式運用(12%)や外国債(7%)、外国株式(8%)への運用を拡大して、株式・為替変動等に伴うリスクなポートフォリオに移行した。そのために国債引受けを重視せざるをえなくなるが、今後の民営化路線とも重なって、郵貯の自主運用は財政再建の進捗状況にいつそう制約されることになった。郵政懇談会(小泉首相の私的懇談会)でも「負債管理庁」の創設がいわれたりした¹⁶⁾。

加えて郵貯・年金には経過措置を設けて、市場外での運用を認めた。具体的には地方団体への直接運用を継続し、新規の財投債発行の1/2(借換分は必要額)を引受けることになった。この財投債引受けは漸減されていくが、はっきりしたプロセスが示されたわけではなかった。

また資金運用部資金の財投貸付け(30年)は郵貯等の預託期間を上回るために、実際の郵貯等の全額償還には7年以上が必要であった。この償還継続財源に財投債収入をあてるとなると、郵貯等の財投債引受けはさらに長期化することが予想された。もっともその一方では郵政公社が時価会計を導入したために、国債市場価格が下落してきた場合には財投債の継続購入を困難にした。こうした経過措置を設けることで、市場からの資金調達を原則としてきた改革の理念は、換骨奪胎の懸念を強めることになった。

そのうえ郵貯・年金資金は新たなリスクを抱え込むことになった。1つには資金運用部の政府資金統合管理下でもっていた財投原資のコスト抑制効果を放棄することで、自主運用はコスト高の財投システムへの移行を促した¹⁷⁾。また同じく資金運用部のもっていた期間転換機能を喪失することで、郵貯・年金資金は金利変動リスク・市場リスクに晒されて、リスク管理の困難な運

15) 西垣鳴人『ディレギュレーション時代の公的金融』御茶の水書房、2003年、58ページ。

16) 「朝日新聞」2003年10月7日。

17) 田中前掲「財投制度改革と『市場原理』による規律づけの問題(1)」25ページ。

用システムを備えることになった。郵政公社自身も、預託撤廃に伴う不安定な利ざや確保等をふまえて、今後の郵貯収縮を予測したりした¹⁸⁾。しかしそれはまた、公社による自主運用の有効性の限界（証券運用ノウハウの不備等）として、郵貯民営化へのインセンティブを増幅することにもなったのである。

②財政融資資金と財投債の発行

第2の主要改革は、資金運用部資金に代わる財政融資資金の形成を、郵貯・年金積立金の預託に代えて財投債の発行に求めたことである。

新たな財投では、財投債によって財投原資を能動的に調達すると同時に、財投債は特殊法人等の財投機関債による自己資金調達を補完することになった。政策的に有用ながら収益性が低く財投機関債で調達できない事業資金を、財政融資資金が財投債によって補填するのである。また原則的・将来的には、財投債の発行は限定的で経過的であるが、財投債による「補完」解除の先行きははっきりしたものではなかった。

財投機関の側も当面の資金調達の主力として財政融資資金を認め¹⁹⁾、財投機関債発行の困難な特殊法人等が安易に財投債依存を続けた場合には、市場原理による財政規律も形骸化してしまうのであった。

この財投債の発行は国会の議決限度によるが、発行額は新規の財政融資資金の必要額に加えて、特殊法人等の財政融資資金返済額と財政融資資金の郵貯・年金償還額の差額であった。発行の必要性については財務省をはじめ特殊法人等の所管省庁が判断した。しかも財投債によって調達した資金の融資配分は、財政融資資金特別会計を通して財務省があたった。財投債によって必要な財投資金を調達し、それを一元的に統合する意味では、財務省の財投資金管理は資金運用部の場合よりも積極的であった²⁰⁾。

だからこの資金配分の有効性を知るためには、対象となる特殊法人等の事

18) 「朝日新聞」2004年9月9日。

19) 尾崎 護（国民生活金融公庫総裁）「財投改革論議の盲点」、『論争東洋経済』第31号、125ページ。

20) 田中信孝「財投制度改革と『市場原理』による規律づけの問題（2・完）」、『八戸大学紀要』第28号、9ページ。

業内容や経営状況のディスクロースが必要になるが、それは同時に財投債の健全性にとっても求められるところであった。財投債は単なる国債として発行されるが、その返済は財投機関の収益によったためである。この点は租税を担保にする一般国債と異なっており、財投債は借換債の発行も認められなかった。特殊法人等の資産見合いの発行・償還であるために、国連の国際基準SNAでも「一般政府債務」には含まれないし、一般会計債のように財政法による発行規制も受けなかった。だから財投債に対する適切な歯止め措置が必要になるが、財投機関の返済が不可能な場合、資金運用審議会でも租税による「暗黙の政府保証」が指摘された²¹⁾。実質的には国家信用による一般会計債と同質の政府債務が形成され、財投債への増発志向はさらに強まることになる。

しかも財投債の金利は国債金利と同一であって、これを基準に純イールドで財投金利が設定された。これによって財投機関の貸出し特利をさらに低め、金利負担を引下げて、一般財政負担を軽減した。その一方で財投金利には10年ごとの金利変動選択制が採用され、運用期限も市場実勢を反映したために、財投機関の金利変動リスクが強まって、財政融資会計の収益の不安定性が増幅する危険性をもたらすことになったのである。

③財投機関債とコスト分析

第3の主要な改革は、財投機関債の発行と特殊法人等の政策コスト分析、それを通した非効率な財投機関の淘汰と財投「出口」のスリム化、安価な財投システムの構築である。

財投機関債そのものの定義は必ずしも明確ではないが²²⁾、一般的には財投機関の自己資金調達のための非政府保証公募債であって、財投原資ではない。

その特徴はまず2001年度財投改革に伴う非政府保証債という点である。この発行を主体にして、財投機関をそのまま市場評価に晒すためであるが、そ

21) 資金運用審議会懇談会「財政投融资の抜本的改革について」（平成9年11月27日）での「資金調達のあり方」にみられる。

22) 土屋剛俊『財投機関債投資ハンドブック』金融財政事情研究会、平成13年、4ページ。

れだけに新たな非政府保証は財投機関債の評価を分けることになった。ことに財投機関債は非政府保証に伴う、資金調達充足性・安定性・継続性の不安、資金コストの上昇、収支相償の維持困難等の懸念を早々に表明して、起債に消極的な姿勢をとった²³⁾。これに対して、政府は財投機関債による自力での資金調達を厳しく指導する旨言及したが²⁴⁾、投資家側からも、「国の後ろ盾なければ財務的に成立しえない発行主体に、保証をつけずに自己の信用力で資金調達するように指示すること自体が矛盾している」として²⁵⁾、非政府保証を批判した。この指摘は特殊法人の特殊債の実績からすると、必ずしも財投機関債の「矛盾」を言い当てているとはいえないが、非政府保証を強調することで、財投機関債に対する市場評価の所在に言及しているといえるであろう。

次の特徴は、財投機関債が格付けを取得し、債券内容説明書の作成を伴う点である。これは特殊法人を市場の評価に晒すために、財投機関債の情報を投資家に開示して、財投機関運営の効率化、市場による規律づけを促そうとしたのである。いわば財投機関に関わる政治責任を市場に預けるための手続きであった。

この債券市場の評価は基本的には財投機関債の債務履行能力であるが、実態的には前述したように、財務状況とともに「暗黙の政府保証」の作用が指摘された。つまりは、非政府保証債でありながら財投機関債の格付けは、政府機関として政府保証の明示なき救済の程度、財政支援の可能性、といった政府支援の強さや距離感を記号化した側面をもっていた。この点は投資家サイドが財投機関格付けの論理的矛盾として指摘したところであって²⁶⁾、市

23) 第147回国会の参議院財政・金融委員会における政策投資銀行・国際協力銀行両総裁の意見表明、同委員会会議録、第4号、平成12年3月15日。

24) 同上委員会での宮澤蔵相の答弁、同上委員会会議録。

25) 土屋前掲書、5ページ。

26) その指摘は、財投機関は政府の支援を前提しながら、それを差し置いて財務状況によるリスク評価には無理があり、「格付けそのものにあまり意味がない」というものであった（土屋前掲書、82ページ）、それはまた市場の失敗故に必要な財投機関を市場が評価することの矛盾に対する指摘でもある。

場自体も「暗黙の政府保証」を受容したものに他ならなかった。また財投機関債については債務内容説明書による情報開示がされたが、この点も投資家からすると、むしろ財投機関債投資を強調する財務省への不信を強めることになった。特殊法人改革が全面的な事業・組織改革とされ財投機関債投資が促されながら、情報開示は不十分でしかも投資判断に必要な情報提供の仕組みが整っていない、というのがその指摘内容であった²⁷⁾。

加えて、市場関係者からは、財投機関債の法的なインフラ整備の不十分な状況が指摘された。財投機関債は証券取引法の対象外であって、誤った記述など法的開示基準に違反しても罰則がない点、必要な情報についても民間企業のように各財務局で有価証券報告書や届出表が閲覧できる仕組みになっていない点、そして何よりも破綻法制の未整備が強調された。具体的には特殊法人の設立根拠法に破綻規定がなく、破綻に伴う債権保全の仕組みも不明であるにもかかわらず、投資家保護制度を整備する動きもないこと等が批判された²⁸⁾。

そのために、財務状況が公開されても、市場・投資家の財投機関債評価はむしろ混乱し、財投機関の民営化・廃止等の先行き不明も加わって、いっそう「暗黙の政府保証」が強く働く状況が作り出された。

このように、債券市場の評価は、財投機関債の発行実績やスプレッドの動向となって表れるものの、それがそのまま財投機関の経営効率を表わすよりも、むしろ政府支援の程度に対する市場の評価を反映したものになる状況であった。とすると、財投機関債公募による財投機関の経営効率の向上や肥大化の阻止は、限定的なものにならざるをえないのであって、市場原理に対する過大な評価は、むしろ財投機関に対する政治責任を隠蔽して、いっそう見えにくくしてしまうことになったのである。

さらに、もう1つの主要な「出口」改革は財投機関の政策コスト（補助金等のコスト）分析の公表であった。このコスト分析・評価を行うのは財務省

27) 『『初年度の財投機関債』を採点』、『日経公社債情報』第1329号、4ページ。

28) 同上、4－5ページ。

であって、中立的な第三者機関による評価ではなかった。コスト分析については財投機関の現状を前提にして、事業が終了し財投資金を返済し終わるまでの期間を対象にした。その間の金利変動は所与のものとして設定した。

政策金融機関の場合、今後新規融資を行わないとして、長期低利融資に伴う後年度の補助金投入を割引き現在価値で算定した。この場合最も重要な貸倒れ率は、過去の実績及び外部の統計資料をもとに算出した信用リスクを活用したし、割引き率は国債利回り実績をもとに、理論値として毎年度算出した。

一方財投事業機関については、総事業費と料金見込みの差額に伴う補助金等を同じく割引き現在価値で算定した。ここでの料金見込みは、政策目標としての将来需要をベースに主観的に算出したものであった。とかく需要予測は過大になりがちであって、政策コストは大きく変動することになった。そのため事業収支の精査はいうまでもないが、コスト分析結果の将来事業への反映及び財投事業のベネフィットの評価・計量が必要であった。

さらに政策コストは出資金・国庫納付金等で調整して、最終的に財投機関を清算するまでの純コストであった。そのため財投運用が長期にわたると当然政策コストも増大することになった。

こうして求められたコスト総額は、特殊法人等の廃止・民営化の際に必要な国民負担を示すと同時に、財投機関貸付金の減価分を表わすものであった。また政策コストが資産ではなく負債とすると、一般財政にとって一種の隠れ借金ということにもなった²⁹⁾。このコスト推計によって財投政策の多年度評価を試みるとともに、補助金の負担と財投機関への配分（ベネフィットの享受）を通した所得再配分の評価をすることでもあった³⁰⁾。そのためにも、コスト分析のさらなる精緻化と政策運用手段としての活用及び正当な評価が必要になってくるのである。

29) 小西前掲書、96ページ。

30) 田中前掲「財投制度改革と『市場原理』による規律づけの問題（2・完）」、23ページ。

(3) 財投改革の評価

財務省の『財政投融资リポート, 2004』は、2005年度の財投編成にあたって、2001年度以降の財投の実績を点検して、財投の重点化・スリム化、財投債・財投機関債の増大・拡充、政策コスト分析の定着・改善及びディスクロージャーの増進を指摘した。『財政投融资リポート』として01年度改革の有効性をはじめて公表した。

さらにこれを詳細に裏付けるかたちで、財政制度等審議会財政投融资分科会は「財政投融资改革の総点検について」(2004年12月10日、以下「総点検」とする)を発表した。このレポートは財投改革の趣旨がどこまで実現されたかを確認するために、新たな財投の「出入口」を網羅的に点検した。01年度改革後の財投研究の成果からすると³¹⁾、必ずしも十分な点検・評価とはいえないが、この「総点検」にそって01年度改革をみても、次のような評価を抽出することができる。

「総点検」は第1に、01年度改革後の財投の収縮を指摘した(財政投融资計画額01年度→04年度45.3%減、同残高19.7%減)。そこでは前述の「預託金増加責任論」にたって改革の構図を示した。財投機関債による資金の自主調達を柱にして、それを財投債によって補完して郵貯・年金と財投の遮断を主張した。またこれに関連して、財投債の郵貯・年金引受けは預託金払い戻しに伴う「経過措置」であるとして、これを従来制度の継続とする主張を批判した。

具体的な点検としては、この資金調達改革による郵貯・年金の預託の廃止、前述の「特殊法人等整理合理化計画」に伴う財投事業の見直しを指摘して、財投計画のスリム化と、マクロ的な資金配分の収縮(郵貯・年金→財政融資、財投→財投機関、財投機関→家計・企業)を財投改革の成果として強調した。さらに加えて財投資金の国債運用もまた急増している実態を指摘した。

こうした点検結果から改革を評価すると、i) 財投計画のスリム化と01年

31) これまでに参照した田中前掲稿、小西前掲書、西垣前掲書、跡田前掲書が主なものである。

度改革との相関は、必ずしも「総点検」が指摘するほどに明確ではない。従来のように国債引受の膨張に伴う財投計画の圧縮調整の結果といえなくもない。財投債資金の配分は財務省が掌握しており、預託廃止の効果だけを専一的に評価することはできない。先の特殊法人等の「整理合理化計画」による財投事業の見直しも、その実部分的なものでしかなかった。「総点検」も財投事業の収縮を主に住宅ローンの減少によっていると指摘している。

そして ii) 資金調達改革＝財投計画のスリム化の関係が明確でないとすると、財投改革を支持する「預託金増加責任論」も実証課題を残しているということになる。財投の膨張と財投運用に関わる政治の問題、財投運用政策の評価を明らかにする必要がある。

また「総点検」は郵貯の財投債引受けと従来システムの同質視を批判したが、iii) 実態は財投債についても財務省が資金配分権を保持しており、それだけ市場評価は制限されたものになっている。前述したように、財投債によって能動的に資金を調達する意味では、むしろ財務省の財投資金統合運用は積極化しているのである。

第2の指摘は、財投情報のディスクローズが進んだことである。「総点検」は民間準拠の財務諸表の作成、政策コスト分析がすべての財投機関で実施され、財投機関債の発行の進展状況を示した。ことに政策コスト分析については、01年度の「感応分析」（前提条件を1つ変動させた場合の政策コスト額の試算）から04年度の「投入時点別政策コスト内訳の明示」（前年度末までの既投入出資金等による利払い軽減効果と今年度以降の見込み政策コストの区分）への拡充を列挙した。

この限りでは、i) ディスクローズの進展を財投改革の成果として評価することができる。同時に政策コスト分析の拡充をふまえると、財投改革は新たな財投ガバナンスの道を開くものになった。

その一方では、ii) 「総点検」が指摘するように、主要な財投機関が財務諸表の公認会計士監査を義務づけられていない点、財投機関債については前述のように非政府保証に対する市場の不安、その資金調達比率が未だ20%で

あること等からすると、ディスクローズがどこまで市場評価に結びついて財投機関効率化のインセンティブを進めたのか、積極的に評価できる状況にはなっていない。総体的なディスクローズの効果は未だ限定的ということであろう。

第3は焦点の財投機関債について、市場の評価と増発の一方で固有の困難が伴うことを指摘した。「総点検」は財投機関債の発行が情報開示、財投業務の効率化と同時に、「暗黙の政府保証」を含む複合的な要素によること、コスト増のために現状以上の拡大が容易でないことを挙げた。そのために財政融資資金との効果的な組み合わせが必要と説いている。

この「効果的な組み合わせ」の内実は明らかではないが、財政融資資金による政府の支持を簡単には抑制できないということであれば、i) 財投機関債による財投機関の規律づけ・効率化の実効性は先行きはっきりしないということになる。そのことは前述の格付けの矛盾とともに、「暗黙の政府保証」を認めざるをえないことにも表れている。

このことはii) 財投改革が基本的な限界をもっていることに他ならない。そこには、前述のように政策機関として「政府の失敗」を補完する財投機関を財投機関債による市場原理で規制することの困難があるのであって、この財投機関債を柱とすることで01年度財投改革は除しがたい矛盾と課題を抱え込んでいるのである。

第4点として、先の資金調達・ディスクロージャー改革をふまえて、財投事業の分析・評価を行なった。「総点検」はすべての財投機関を対象に財投運用の妥当性を点検したが、そのために1つには民間準拠の財務諸表によって財務の健全性ととも一部の債務超過を指摘した。いま1つは民業補完原則によって各事業の必要性及び事業見直しの進捗状況を検討して、それを住宅、農林・中小企業等の主要分野・主要機関ごとに点検した。具体的な点検過程は明らかではないが、個別の改革内容を列挙した。

これを通して財投改革の実態をみると、i) 先のディスクロージャー改革は各財投機関の統一的な財務評価を進めた意味で評価できるものであ

た。

もっとも ii) 各事業の適否はすでに先の特殊法人等の「整理合理化計画」によって与えられていたのであって、新たな「出口」が市場原理の成果としてもたらされたものではなかった。

また iii) 「総点検」のなかで、企画・立案を担当する主務官庁側の政策の妥当性を議論することや、財投事業の便益の帰着を説明することの必要が指摘されたように、政策的な視点からの事業・機関を再点検する必要がある。ことに農林・中小企業あるいは福祉の「出口」改革にとっては、むしろ公共部門の分担、一般財政あるいは金融政策との関係等が検討課題として残されている。

だから iv) 先のディスクロージャー改革も財務評価を進めたものの、それをふまえた「出口」の見直しあるいは総体的な政策評価にまで及ぶものではなかった。

第5点として、財投事業の将来的な国民負担見通しを精緻化するために、点検手法の具体的な改善措置を示した。1つには政策コスト分析の拡充として、分析の前提の非現実性、それに伴う将来コストの見込み違いの可能性を指摘して、事業継続を前提にした分析手法の導入を勧めた。いま1つは、財投事業についての実地監査の充実を提案して、そのための体制整備、監査対象の拡大及び評価委員会等による財投機関の内部監査の強化と事業見直しへの活用等を示した。この監査充実は政策コスト分析の厳格化とともに、これまでの近視眼的な財政・財投運営を問い直すものであった。

この改善案から財投改革をみると、i) 政策コスト分析を採用して、財投ガバナンスの客観性を高めたことは評価できるが、技術的には将来の需要見込みやベネフィット評価等の改善の余地を残している。

そのために、ii) 政策コスト分析による財政負担軽減の見通しは必ずしも精度の高いものではなかった。

また iii) 第三者評価による財投事業の総合的な政策判断が求められたことからすると、市場原理に偏重した特殊法人改革は改革手法としても再考の必

要があるといえるだろう。

このように「総点検」から01年度財投改革について未だ確定的な評価を導き出すことは困難であるし、財投の議会統制や郵貯改革との関係等には触れていないが、総じて、財投政策の見直しあるいは財政総体からの改革責任を埒外に置くものであった。それだけに01年度改革は固有の困難と先行きの不透明さを抱えることになった。また市場原理による改革としても不徹底なものであった。「出口」の市場評価を求めながら、財投機関債の投資環境等は未整備のままであった。同時に政策コスト分析をふまえながら、それを「出口」改革に生かすとなると、さらに財投の個別機関・分野でのミクロ分析からみた財投改革の評価が、残された課題として提起されているのである。

(たけはら・のりお／経済学部教授／2005年2月7日受理)

Reform of Treasury Investment and Loan, and Yen Credit (1)

TAKEHARA Norio

Treasury Investment and Loan reform in fiscal 2001 began to move with stagnation of the Japanese economy in 1990's and crisis in public finance and finance anxiety. Especially consumption tax increase and administrative reform of the Hashimoto Cabinet stimulated it.

The discussion of the reform became active after 1997. Especially, reform theory of the ruling party gave large effect.

Idea of reform in fiscal 2001 was market principle and policy cost evaluation and finance efficiency improvement. The reform was dependent on the evaluation of the market. For the reason, TILP bonds and TILP agency bonds were utilized. Simultaneously, the reform was divided into entrance and middle and exit of Treasury Investment and Loan.

First, postal savings and pension were independently operated. The treasury loan fund special account newly issued TILP bonds. Government funds for investments and loans were actively procured. The Treasury department distributed it. For the reason, the authority of the Treasury department strengthened.

Secondly, the special corporation issued TILP agency bonds. The market sorted out the special corporation by it. "The government guarantee of the implicitness" affected the selection.

Thirdly, the Treasury department estimated policy cost of special corporation. By the estimation, the Treasury department intended to reduce the subsidy.

However, the reform of Treasury Investment and Loan was not sufficient with recent material. The effect of the market principle was not clear. The market could not evaluate the policy, and the investment

climate was also unimproved. Though the disclosure of information advanced, the responsibility of the government was not asked.